

¿Se acaba la gasolina del ministerio?

Deuda pública

Julio reafirmó que el catalizador de los TES en la actualidad es crédito público, a medida que ejecuta sus estrategias de manejo de deuda y reducción de prima de riesgo de los títulos, por medio de la innovadora operación repo con la que se pretende conformar un portafolio de reserva estratégica de caja, que sería usado como colateral de la misma y que nació como una estrategia de financiamiento.

Si bien la doble rebaja de calificación soberana, el deterioro en las métricas fiscales y el incumplimiento de la regla, llevaron a ventas netas del offshore por \$6,37 billones en julio, dejando su menor posición en bonos locales desde noviembre de 2014, con solo 15,77% del *outstanding* total, después de alcanzar un máximo de 26% en agosto de 2022, el movimiento se vio compensado por un ministerio de hacienda y crédito público que compró \$10,51 billones de TES, siendo el mayor comprador neto en el mes y haciendo un contrapeso importante al flujo vendedor, que fue contundente para el agregado.

El mes se consolidó comprador en \$13 billones y la curva de TES en pesos se valorizó 41 pbs en promedio, mientras que la curva en UVR retrocedió 16 pbs promedio.

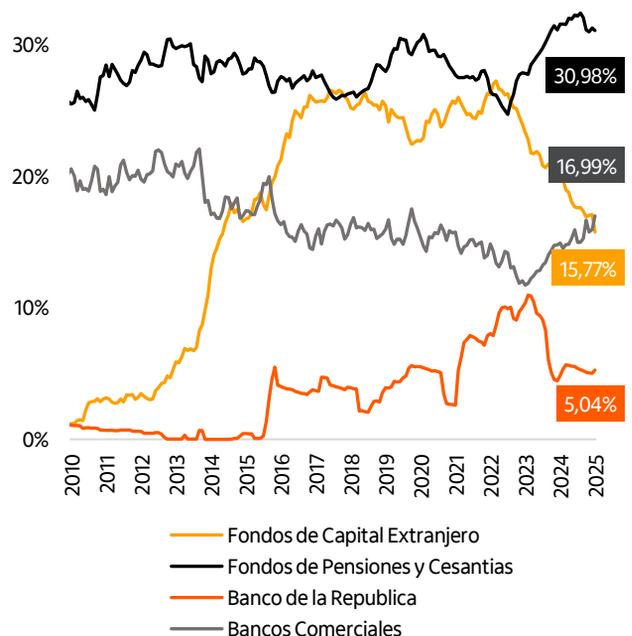
Después de un junio por compras por \$3,87 billones, se acumulan a julio \$14,38 billones de ese portafolio de reserva estratégica, que inicialmente prometía ser de \$20 billones conformado por TES y efectivo. En el camino, la estrategia ha mutado a una de manejo de deuda y no de financiamiento, por lo que el monto de los repos se duplicaría a \$40 billones, destinando un parte - la mitad - a operaciones de tesorería sobre la curva en dólares, aprovechando el amplio descuento de los títulos para reducir saldo y pago de intereses en el corto plazo y otra parte para comprar tesoros que sirven como colateral para las operaciones repo y están exentos de riesgo cambiario.

Precisamente, esa operación de recompra de yankees puede dar algo de luz al monto restante que podría destinarse a más compra de TES, con un portafolio que parece ya estar casi conformado en su totalidad. El *tender offer* logró recoger \$1.903 millones de dólares en costo, un poco menos de \$8 billones de pesos, lo que quiere decir que a la fecha las operaciones de tesorería derivadas del préstamo con la banca externa suman cerca de \$22 billones de pesos.

Tenedores de TES julio 2025, variación m/m

| Agente | Δ YTD | Δ jun 25 | Δ jul 25 |
|---|--------------|-------------|--------------|
| Banco de la Republica | 2.44 | 0.03 | 2.20 |
| Bancos Comerciales | 19.30 | 1.75 | 8.89 |
| Carteras Colectivas y Fondos Administrado | 5.82 | -2.91 | 1.12 |
| Comisionistas de Bolsa | 0.09 | -0.03 | -0.12 |
| Compañías de Seguros y Capitalizacion | 11.50 | 1.85 | 1.79 |
| Corporaciones Financieras | -1.01 | -1.61 | 0.74 |
| Entidades Publicas | -2.70 | -3.13 | -0.01 |
| Fiducia Publica | -4.84 | -1.13 | -11.40 |
| Fondos de Capital Extranjero | 1.07 | 0.72 | -6.37 |
| AFPs | 17.22 | 2.83 | 2.90 |
| Fondos de Prima Media | 0.09 | 0.07 | 0.08 |
| Instituciones Oficiales Especiales | 5.33 | -0.63 | 1.67 |
| Ministerio de Hacienda y CP | 14.62 | 3.87 | 10.51 |
| Proveedores de Infraestructura | 0.45 | 0.04 | 0.07 |
| Total general | 77.00 | 2.76 | 13.18 |

Extranjeros con la menor posición desde nov 2014 (% total)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Itaú ComisionistaDeBolsa Colombia S.A.

Itaú. Establecimiento bancario.





Acá es donde surgen varias inquietudes acerca de ¿qué tanta gasolina le queda a crédito público para continuar con un flujo comprador y extender las valorizaciones sobre la curva local?, que va a depender de si efectivamente el monto alcanzaría los \$40 billones y de eso, cuánto se va a destinar a TES, cuánto a yankees, cuánto a tesoros y cuánto a efectivo.

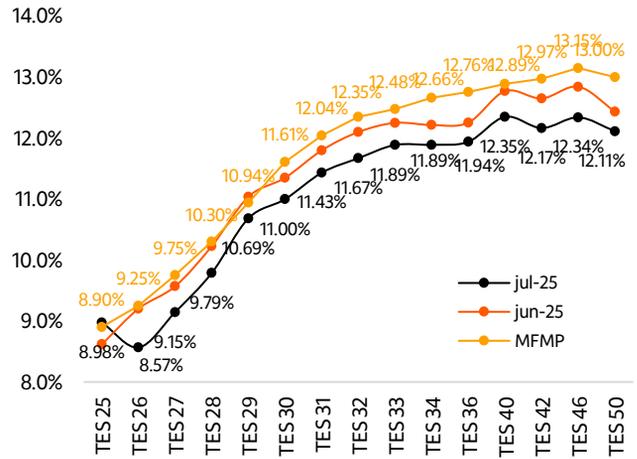
Mensajes recientes del director de crédito publico sugieren un monto destinado a TES de unos \$17 billones, que después de la dinámica de compras los primeros días de agosto, ya podría haberse conformado en su totalidad. Por lo que esperamos que las valorizaciones se empiecen a moderar y el espacio adicional de ganancias se limite durante agosto.

Lo certero es que no hay nada certero aún y la falta de información en el avance de las operaciones sigue siendo amplia y crédito publico seguirá teniendo el sartén por el mango de la renta fija local. Consideramos que el mercado seguirá aprovechando las correcciones y oportunidades tácticas que deje la curva este mes, hasta no tener mayor claridad del panorama, pero ya con más cautela.

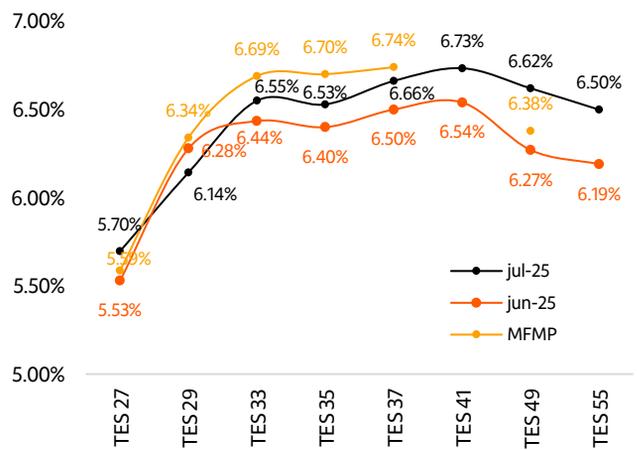
La ausencia del catalizador del Minhacienda, llevaría a la curva a buscar de nuevo sus fundamentales que podría rebotar sobre esos pisos fuertes del 12% en la curva larga.

Entre tanto, las estrategias han dado frutos para reducir el amplio descuento que tenían los títulos. Desde la publicación del MFMP, el 13 de junio, la curva en pesos se ha valorizado entre 60 y 80 pbs, la de yankees 70 pbs en promedio y la indexada a la UVR, por su lado, ha mantenido la baja dinámica, con valorizaciones de 15 pbs, a medida que esta no ha sido sujeta de esas operaciones de manejo, más allá de los usuales canjes.

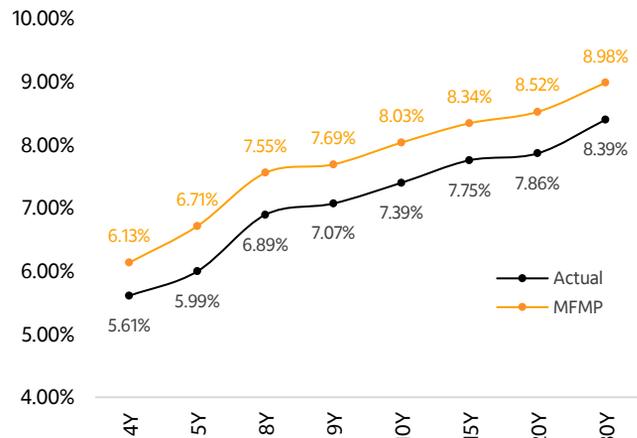
Curva de TES en pesos



Curva de TES en UVR



Curva de Yankees



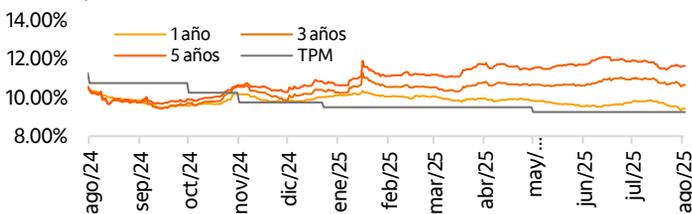
Los indexados ganan atractivo, de nuevo.

Deuda corporativa

La deuda corporativa se favoreció de la dinámica de valorizaciones de la deuda pública en julio y los tres indicadores se valorizaron en el mes a pesar de un Banco de la República que no recortó su tasa de interés por una inflación que retomó su camino alcista, buscando cerrar el año sobre el 5,1%.

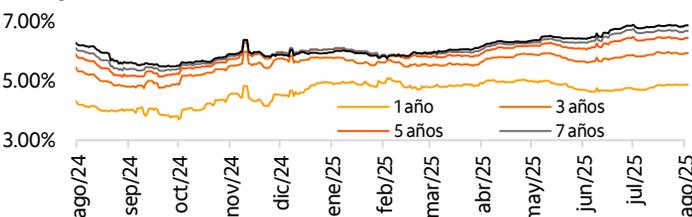
Los tasa fija puntualmente sintieron mas el impacto, con valorizaciones de 45 pbs en promedio, seguidos por los indexados al IBR que ganaron 14 pbs y los IPCs con un movimiento mixto en el agregado e incluso con retrocesos en los nodos mas cortos.

Tasa Fija



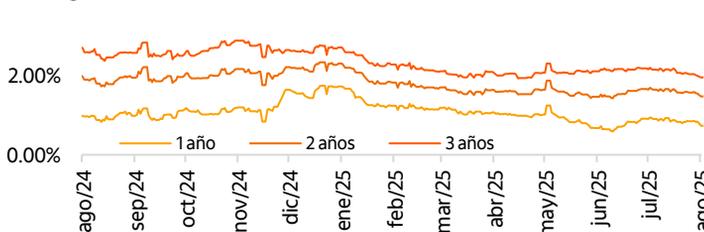
| | Tasa de valoración % | | | Variación pbs | |
|-----------------|----------------------|--------|--------|---------------|-------|
| | Hoy | Min 6Y | Máx 6Y | 1M | YTD |
| 1 año | 9.31 | 2.11 | 18.52 | -45.8 | -79.5 |
| 1.5 años | 9.53 | 2.43 | 18.81 | -54.6 | -59.6 |
| 2 años | 9.86 | 2.74 | 18.88 | -52.6 | -28.5 |
| 3 años | 10.57 | 3.30 | 18.94 | -42.1 | 31.5 |
| 5 años | 11.57 | 4.25 | 19.07 | -35.5 | 92.9 |

Márgenes IPC



| | Tasa de valoración % | | | Variación pbs | |
|----------------|----------------------|--------|--------|---------------|------|
| | Hoy | Min 6Y | Máx 6Y | 1M | YTD |
| 1 año | 4.85 | -1.48 | 6.53 | 12.0 | -7.5 |
| 3 años | 5.88 | -0.41 | 7.88 | 1.9 | 11.5 |
| 5 años | 6.37 | 0.32 | 8.34 | -9.6 | 32.4 |
| 7 años | 6.62 | 0.97 | 8.63 | -11.4 | 56.7 |
| 10 años | 6.80 | 1.70 | 8.86 | -7.5 | 86.0 |

Márgenes IBR



| | Margen de valoración % | | | Variación pbs | |
|-----------------|------------------------|--------|--------|---------------|-------|
| | Hoy | Min 6Y | Máx 6Y | 1M | YTD |
| 1 año | 0.79 | 0.16 | 7.58 | -11.1 | -93.4 |
| 1.5 años | 1.19 | 0.37 | 7.55 | -12.0 | -86.5 |
| 2 años | 1.50 | 0.55 | 7.56 | -13.9 | -79.2 |
| 3 años | 1.97 | 0.88 | 7.66 | -18.8 | -73.9 |

Estrategia de inversión

En medio de las condiciones actuales inflacionarias, un contexto laboral ajustado y unos desbalances fiscales latentes, consideramos que la junta perdió la ventana de oportunidad para continuar con su ciclo bajista de tasas y con solo 3 reuniones de política monetaria restantes, desde Itaú esperamos estabilidad por parte del emisor el resto del año.

Por lo que, en nuestros cálculos, los títulos indexados vuelven a ganar atractivo en las rentabilidades, tanto al vencimiento, como para rotaciones a 1 año y 6 meses. Siendo los indexados a la IBR los de mayor atractivo de 1 año hacia adelante al vencimiento, mientras que en escenarios tácticos los IPC marcan la pauta.

Rentabilidad Deuda Corporativa al Vencimiento

| Plazo | IPC ACT | IPC PREV | FS | IBR |
|----------|---------|----------|--------|--------|
| 3 meses | 9.58% | 9.28% | 9.23% | 9.05% |
| 6 meses | 9.56% | 9.68% | 9.29% | 9.41% |
| 1 año | 9.33% | 9.71% | 9.39% | 9.82% |
| 1.5 años | 9.42% | 9.68% | 9.60% | 10.01% |
| 2 años | 9.62% | 9.82% | 9.91% | 10.28% |
| 3 años | 9.94% | 10.07% | 10.56% | 10.68% |
| 4 años | 10.18% | 10.29% | 11.12% | |
| 5 años | 10.36% | 10.45% | 11.55% | |
| 6 años | 10.49% | 10.57% | 11.88% | |
| 7 años | 10.57% | 10.65% | 12.13% | |
| 8 años | 10.64% | 10.71% | | |
| 9 años | 10.69% | 10.75% | | |
| 10 años | 10.72% | 10.78% | | |
| 15 años | 10.82% | 10.87% | | |

Rentabilidad Deuda Corporativa rotaciones en 6 meses

| Plazo | IPC ACT | IPC PREV | FS | IBR |
|----------|---------|----------|--------|--------|
| 3 meses | 9.58% | 9.28% | 9.23% | 9.05% |
| 6 meses | 9.56% | 9.69% | 9.29% | 9.40% |
| 1 año | 10.09% | 10.22% | 9.39% | 10.05% |
| 1.5 años | 10.38% | 10.50% | 9.60% | 10.43% |
| 2 años | 10.76% | 10.89% | 9.91% | 10.87% |
| 3 años | 11.21% | 11.34% | 10.56% | 11.40% |
| 4 años | 11.53% | 11.65% | 11.12% | |
| 5 años | 11.74% | 11.86% | 11.55% | |
| 6 años | 11.89% | 12.02% | 11.88% | |
| 7 años | 12.00% | 12.12% | 12.13% | |
| 8 años | 12.07% | 12.20% | | |
| 9 años | 12.14% | 12.26% | | |
| 10 años | 12.18% | 12.30% | | |
| 15 años | 12.29% | 12.41% | | |

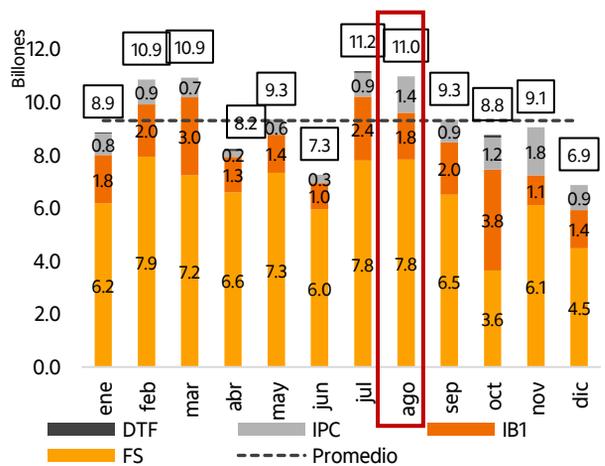
Los vencimientos entre bonos y CDTs en el mes ascienden a \$11 billones de pesos, con concentraciones importantes en 3 emisores bancarios, que seguramente podrían incrementar la dinámica de captaciones a lo largo del mes, poniendo algo de presión en las tasas.

Por otro lado, el 18 de agosto, se llevará a cabo el cambio en la metodología de valoración de los IBRs, que se tenía programada para junio, pero se aplazó 2 meses para darle mas tiempo a los agentes de ajustar sus aplicativos. El cambio no genera variaciones en los precios de los títulos y en su momento estimábamos caídas en la TIR de tenencia por las expectativas bajistas implícitas del mercado en política monetaria, pero ahora, con un mercado que descuenta estabilidad durante el próximo año en la curva swap IBR, no esperamos mayores distorsiones.

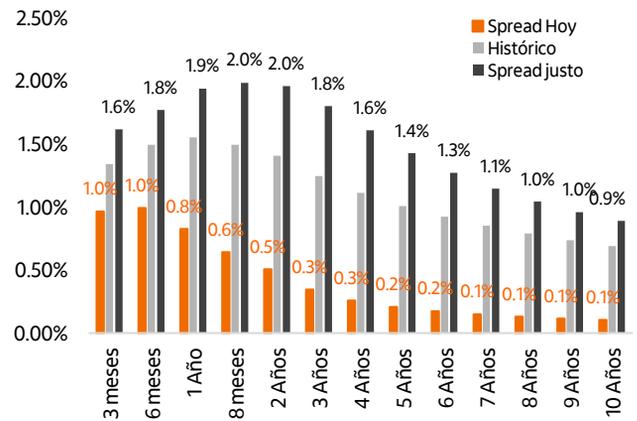
La deuda corporativa sigue concentrando el atractivo, a pesar de unos spreads contra TES que siguen bajos frente al promedio, pero que se ampliaron en el ultimo mes, puntualmente en la parte corta, pasando de 40-60 pbs a 80-100 pbs, tras el rally reciente en la deuda publica.

Seguimos sobreponderando los indexados de manera táctica y los tasa fija al vencimiento en plazos largos.

Agosto con vencimiento abultados



Spread tasa fija contra TES en pesos



| Indicador | | Calificación | | | | | Comentario | |
|-------------------|-----------|---------------|----|----|----|--|--|---|
| | | N1 | N2 | N3 | N4 | N5 | | |
| Deuda Pública | Tasa Fija | Corto plazo | | | | | Oportunidades: Flujo de compra de credito publico Recompras del Ministerio Tasas reales elevadas | Riesgos Rebaja de la calificación Salida de indices internacionales |
| | | Mediano plazo | | | | | | |
| | | Largo plazo | | | | | | |
| | UVR | Corto plazo | | | | | Oportunidades: Tasas historicamente altas Spreads apretados contra la deuda corporativa | Riesgos Inflación que baje mas rapido a lo esperado Implícitas caras en la parte larga |
| | | Mediano plazo | | | | | | |
| | | Largo plazo | | | | | | |
| Deuda Corporativa | IBR | | | | | Oportunidades: Tasa del Banrep alta por mas tiempo | Riesgos: Cambios en la valoración | |
| | | | | | | | | |
| | IPC | Corto plazo | | | | | Oportunidades: Inflación por encima de la meta otro año mas y presiones en vivienda el resto del año | Riesgos Proceso desinflacionario acelerandose por intervenciones del gobierno nacional |
| | | Mediano plazo | | | | | | |
| | | Largo plazo | | | | | | |
| | Tasa Fija | Corto plazo | | | | | Oportunidades: Tasas aún a doble dígito | Riesgos Nuevo apretón de liquidez del sistema con los cambios del CFEN e IBRR en septiembre |
| Mediano plazo | | | | | | | | |
| Largo plazo | | | | | | | | |

Nuestro equipo

Vicepresidencia Treasury & Global Markets

Camila Vasquez
camila.vasquez@itau.co

Gerencial General Itaú Comisionista de Bolsa

Felix Buendia
Felix.buendia@itau.co

Estrategia de mercados

Valeria Álvarez
Valeria.alvarez@itau.co

Sharon Tellez
Sharon.vargas@itau.co

Contacto Itaú Comisionista
estrategiaitaucomisionista@itau.co
T. (571) 3394540

Banca Mayorista

Renta fija Institucional
Camilo Díaz
camilo.diaz@itau.co

Renta fija Institucional
Nelson Espinosa
nelson.espinosa@itau.co

Corporativo y Empresarial
Leonardo Botero
Leonardo.botero@itau.co

Banca Privada

Andrés Piedrahita
andres.piedrahita@itau.co

Trading y ejecución

Joan Manuel Cardenas
joan.cardenas@itau.co



Información relevante

La información contenida en este informe fue producida por Itaú Colombia S.A., a partir de las condiciones actuales del mercado y las recientes coyunturas económicas, basada en información y datos obtenidos de fuentes públicas, que se consideran fidedignas, pero cuya veracidad no se garantiza. Esta información no constituye y, en ningún caso, debe interpretarse como una oferta de negocio jurídico o solicitud para comprar o vender algún instrumento financiero, o para participar en una estrategia de negocio en particular en cualquier jurisdicción. Toda la información y estimaciones que aquí se presentan derivan de nuestros estudios internos y pueden ser modificadas en cualquier momento sin previo aviso. Itaú Colombia S.A. no asume ningún tipo de responsabilidad legal por las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento. Asimismo, el presente documento de análisis no puede entenderse como asesoría en los temas que trata por parte de quien lo recibe.

Este informe fue preparado y publicado por el equipo de Itaú Análisis Económico de Itaú Colombia S.A. Este material es para uso exclusivo de sus receptores y su contenido no puede ser reproducido, publicado o redistribuido en ninguna forma, en todo o en parte, sin la autorización previa de Itaú Colombia S.A.

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

Condiciones de Uso: Las empresas Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. y/o Itaú Casa de Valores S.A. no se responsabilizan por la información contenida en la presente publicación, su divulgación únicamente tiene efectos informativos y por tanto es importante resaltar que: a) Esta Publicación no constituye ni puede ser interpretada como una recomendación o asesoría para tomar alguna decisión o acción de parte de los clientes o como una oferta por parte de las empresas de Itaú y sólo representa una interpretación realizada por quienes la escriben, el contenido y alcance de la interpretación puede variar sin previo aviso según el comportamiento de los mercados b) El contenido de la Publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas y consideradas creíbles, las empresas de Itaú no garantizan la exactitud de la misma, ni se comprometen a actualizarla. La operativa de mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. c) Las empresas de Itaú no asumen responsabilidad alguna por pérdidas derivadas por la acción u omisión del uso de la información, operaciones, prácticas o procedimientos descritos en la Publicación. d) La distribución de ésta Publicación se encuentra prohibida sin el permiso explícito de las empresas de Itaú.

Condiciones de uso

Este reporte ha sido preparado por el área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. e Itaú Casa de Valores S.A., no se responsabilizan por la calidad de la información contenida en la presente publicación. La divulgación de este documento únicamente tiene efectos informativos, y por tanto es importante resaltar: (a) El contenido de la presente publicación no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen; (b) Este reporte ha sido preparado por funcionarios designados del área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A., y no compromete el criterio de Itaú BBA y de ninguna otra de las compañías del Grupo Empresarial Itaú; (c) Esta publicación no constituye una oferta mercantil y no obliga a ninguna de las empresas del Grupo Empresarial Itaú, incluida Itaú Comisionista de Bolsa S.A.; (d) El contenido de esta publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas, consideradas creíbles, pero fuera del control de las empresas Grupo Empresarial Itaú. Por lo tanto, no se garantizan la exactitud o idoneidad de la información contenida en la publicación, y tampoco se garantiza la calidad de las interpretaciones realizadas por los funcionarios designados para la elaboración de este documento, quienes podrían variar su criterio en cualquier momento y sin previo aviso; (e) La información contenida en esta publicación está sujeta a variaciones según el comportamiento de los mercados, de forma que se sugiere su verificación, ya que las empresas del Grupo Empresarial Itaú no se comprometen a actualizarla; (f) La operativa de los mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. Como tal, las empresas del Grupo Empresarial Itaú no asumen ningún tipo de responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de acciones u omisiones que tome cualquier persona con base en el uso de la presente publicación, así como por operaciones, prácticas o procedimientos descritos en el documento; (g) La distribución de ésta publicación se encuentra prohibida sin la autorización y previa y escrita de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Rating:

Las sugerencias generales que se presentan en este reporte frente a activos o emisores particulares se rigen bajo el siguiente criterio:

- Comprar: Cuando se espera que la acción tenga un desempeño mejor que el promedio de mercado
- Mantener: Cuando se estima que el desempeño de la acción esté en línea con el desempeño de mercado
- Vender: Cuando se espera que la acción tenga un desempeño por debajo del promedio de mercado.

Es importante mencionar que el rating representa la evaluación del desempeño de la acción en el mediano plazo (1 año) por parte del analista designado. Sin embargo, este rating puede ser revisado en cualquier momento del tiempo, basándose en acontecimientos puntuales que puedan impactar el precio final de la acción.

Condiciones de uso

Este reporte ha sido preparado por el área de Estrategia de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial Itaú, entre ellas Itaú Corp Banca Colombia S.A. y sus filiales Itaú Securities Services Colombia S.A., Itaú Asset Management Colombia S.A., Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. e Itaú Casa de Valores S.A., no se responsabilizan por la calidad de la información contenida en la presente publicación. La divulgación de este documento únicamente tiene efectos informativos, y por tanto es importante resaltar: (a) El contenido de la presente publicación no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen; (b) Esta publicación no constituye una oferta mercantil y no obliga a ninguna de las empresas del Grupo Empresarial Itaú; (c) El contenido de esta publicación ha sido obtenido de fuentes de información públicas, consideradas creíbles, pero fuera del control de las empresas Grupo Empresarial Itaú. Por lo tanto, no se garantizan la exactitud o idoneidad de la información contenida en la publicación, y tampoco se garantiza la calidad de las interpretaciones realizadas por los funcionarios designados para la elaboración de este documento, quienes podrían variar su criterio en cualquier momento y sin previo aviso; (d) La información contenida en esta publicación está sujeta a variaciones según el comportamiento de los mercados, de forma que se sugiere su verificación, ya que las empresas del Grupo Empresarial Itaú no se comprometen a actualizarla; (e) La operativa de los mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere una vigilancia constante de las posiciones que se adquieren y del entorno del mercado. Como tal, las empresas del Grupo Empresarial Itaú no asumen ningún tipo de responsabilidad por las posibles pérdidas derivadas de acciones u omisiones que tome cualquier persona con base en el uso de la presente publicación, así como por operaciones, prácticas o procedimientos descritos en el documento; (g) La distribución de ésta publicación se encuentra prohibida sin la autorización y previa y escrita de Itaú Comisionista de Bolsa S.A.

Es posible que esta publicación incluya información y/o sugerencias frente a activos o emisores que también son abordados en informes de Itaú BBA. En este caso, se aclara que la información contenida en el presente documento corresponde a estrategias tácticas de corto plazo, que no constituyen un cambio de la perspectiva estructural que presenta Itaú BBA en sus informes. El presente documento debe entenderse de forma armónica con los demás documentos que publica Itaú BBA, y las demás compañías del Grupo Empresarial Itaú.



Un banco
hecho de futuro